

商业贸易

去中心化还是再中心化？从人和平台解构红人经济

红人广告预算占比约 5%，高转化率吸引广告主预算倾斜

红人广告市场处于起步期，广告主的红人广告预算占比预计在 5% 左右。红人广告具有相对较低的流量成本，ROI 和转化率远高于传统广告，淘宝直播进店转化率超过 65%，顶级网红电商转化率约 20%，传统电商转化率仅 0.37%，未来广告主预算将向红人广告倾斜。假设 2022 年我国广告整体经营额超过 1 万亿，预计未来三年红人广告市场规模占比将提升至 20%，则红人广告市场规模将达到 2000 亿，相较于 2019 年 490 亿的市场规模，有 4 倍以上的成长空间。

解构 1-人：新消费重构放大“人的价值”，去中心化还是再中心化？

互联网商业随硬件设施的更迭而持续升级迭代，目前进入关注文明时代。从人货场到人货场媒，人的价值无限放大，人即货架。

目前直播业态处于迅速成长的风口期，催生了薇娅、李佳琦等超级主播。品牌公司普遍将头部 KOL 视作一个“超级导购”，会掉进一种“再中心化”陷阱。我们搜集了头部主播薇娅从 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 5 月 30 日总共 179 场直播，发现头部主播带货能力有限，薇娅严选模式下 44% 的品牌会重复上直播。四大平台的腰部和尾部 KOL 数量占比超过头部 KOL，品牌方在抖音、快手平台腰部 KOL 投放金额超过头部 KOL。各大平台邀请明星入驻抢占风口，企业求变 CEO 下场直播带货，大 IP 实现引流+低价的高效组合，进一步稀释头部主播流量。

解构 2-平台：流量迭代成就平台风口更迭，各大平台抢占直播风口加码投入

每一次流量迭代成就了不同的风口和风口上的平台。对比 2018 年和 2019 年各平台 DAU，各平台均呈现增长趋势，其中抖音和快手增幅达到 60%、87.5%。不同的运营模式使得六大平台呈现不同的特点，微博内容更加广场化，抖音、快手、B 站、小红书更注重内容运营，微博、微信粉丝多元化，抖音、快手、B 站、小红书粉丝更加聚焦。2019 年品牌主在双微平台的总投放金额比例在 5 个平台中超过 70%，仍占据新媒体行业的绝对地位。

目前社交平台的流量分发主要基于关注关系，优先基于用户社交关注和兴趣来调控流量分发，推荐流量机制则是根据用户的标签属性把笔记推给可能感兴趣的目标用户。从各大平台收费规则看，各大平台随生命周期不同，收费门槛有差异。微博、微信已处于流量变现阶段，而抖音、快手还处于快速抢占流量的阶段，服务费门槛相对较低。

直播创造新场景为全时全域营销和品效合一提供可能，成为快消全品类的电商常态化运营。各大平台抢占直播风口，生态模式决定各大平台直播各有特色。后疫情时代各平台继续加大直播投入，各大平台继续抢占流量红利。

投资建议

红人广告市场处于起步期，高转化率吸引广告主预算倾斜，预计红人广告市场有 4 倍以上的成长空间。新消费重构放大“人的价值”，流量迭代成就平台风口更迭，目前社交平台的流量分发主要基于关注关系，人和平台趋于去中心化。

从产业链来看，去中心化的背景下，品牌方更加重视线上整合，具备帮助品牌进行资源整合力的新媒体营销龙头有望受益，重点推荐社交商业时代新基建标杆【天下秀】、线上全链路价值服务提供商【壹网壹创】。

风险提示：平台监管政策风险、业务拓展不及预期、并购绩效不及预期

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-06-30	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600556.SH	天下秀	18.53	买入	0.15	0.24	0.38	0.58	123.53	77.21	48.76	31.95
300792.SZ	壹网壹创	174.16	买入	2.73	4.23	6.77	9.09	63.79	41.17	25.73	19.16

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2020 年 07 月 01 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘章明

分析师

SAC 执业证书编号：S1110516060001

liuzhangming@tfzq.com

方心谔

联系人

fangxinyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《商业贸易-行业专题研究:中公教育系列报告 | 医疗招录:朝阳细分,百亿赛道,大有可为》 2020-06-29
- 2 《商业贸易-行业点评:广百股份拟收购友谊集团 100%股份,引入国寿资产作为战略投资者》 2020-06-15
- 3 《商业贸易-行业点评:免税渠道引领消费回流,国有商业系统或受益于免税政策开放》 2020-06-09



内容目录

1. 红人广告预算占比约 5%，高转化率吸引广告主预算倾斜.....	3
2. 解构 1-人：新消费重构放大“人的价值”，去中心化还是再中心化?	4
2.1. 新消费重构：人货场到人货场媒，关注文明时代人的价值被放大	4
2.2. 去中心化：头部主播带货能力有限，各大平台入驻明星抢占风口	5
3. 解构 2-平台：流量迭代成就平台风口更迭，各大平台抢占直播风口加码投入	7
3.1. 流量迭代成就平台风口更迭，双微平台仍占据品牌主广告投放绝对地位	7
3.2. 社交平台流量分发基于关注关系，各大平台因阶段差异收费门槛不同	10
3.3. 直播创造新场景成为新常态，各大平台抢占直播风口加码投入	12
4. 投资建议	13

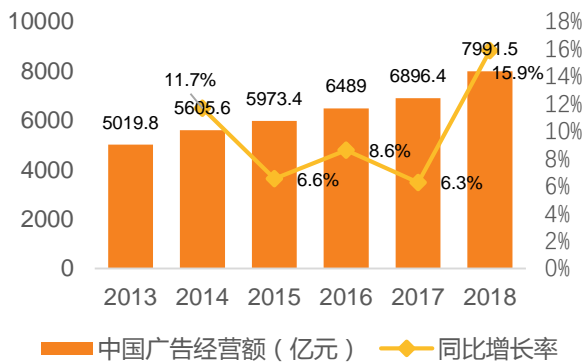
图表目录

图 1：2013-2018 年我国广告经营额及增速	3
图 2：2018 -2019 年 KOL 整体投放市场规模变化（亿元）	3
图 3：红人广告和传统电商转化率对比	3
图 4：社会化营销预算 vs 数字化营销预算变化	3
图 5：广告主社会化营销重点	3
图 6：广告主移动端投放重点	3
图 7：互联网技术持续升级迭代，推动社交营销行业快速发展	4
图 8：2019.7-2020.5 薇娅带货品类分布	5
图 9：2017.7-2020.5 薇娅带货品牌频次分布	5
图 10：2019 年品牌投放不同量级 KOL 数量占比	5
图 11：2019 年品牌投放不同量级 KOL 金额占比	5
图 12：各大平台纷纷邀请明星入驻直播	6
图 13：企业家带货成绩单一览（截至 2020/5/15）	7
图 14：流量迭代和平台发展时间线	8
图 15：各平台 MAU 2017 年至 2020 年（亿）	8
图 16：各平台 DAU 2018 年 vs 2019 年（亿）	8
图 17：六大平台特点对比	9
图 18：六大平台粉丝画像对比	9
图 19：品牌投放金额 TOP3 行业和垂类分布	10
图 20：品牌主在各平台投放金额分配比例变化	10
图 21：2019 年各主要直播电商购物平台占有率情况	12
图 22：天下秀构建的红人经济生态圈	14
表 1：六大平台收费规则	11
表 2：各大平台直播带货对比及直播投入计划	13

1. 红人广告预算占比约 5%，高转化率吸引广告主预算倾斜

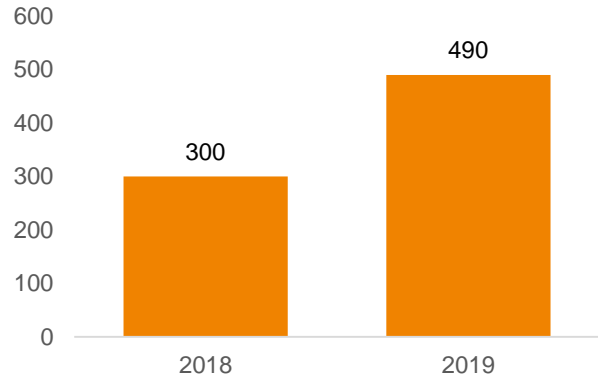
红人广告市场处于起步期，广告主的红人广告预算占比预计在 5% 左右。红人广告市场处于起步期，广告主投在网红相关广告预算占比很低。2018 年我国广告整体经营额约 8000 亿，其中 KOL 投放市场规模约 300 亿，占比仅 3.75%。2019 年 KOL 相关投放市场规模提升至 490 亿元，相较于 2018 年同比增长 63%，但预计在整个广告经营额中占比不足 5%。

图 1：2013-2018 年我国广告经营额及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 2：2018-2019 年 KOL 整体投放市场规模变化 (亿元)



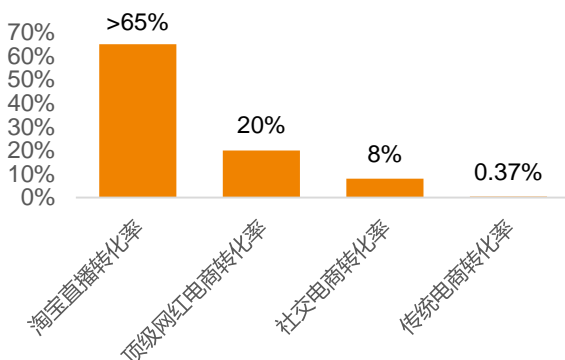
资料来源：克劳锐，天风证券研究所

红人广告具有相对较低的流量成本，ROI 和转化率远高于传统广告，未来广告主预算将向红人广告倾斜。根据克劳锐报告，淘宝直播进店转化率超过 65%，顶级网红电商转化率约 20%，传统电商转化率仅 0.37%。《2020 年中国数据营销趋势》显示，71% 的广告主将增加社会化营销预算，社会化营销预算增长幅度超过数字营销。广告主社会化营销中，KOL 推广是投入重点，分别有 83%、70%、43% 的广告主认为社交平台、视频平台、电商平台是移动端投放重点，较 19 年分别+14%、+20%、+6%。

假设 2022 年我国广告整体经营额超过 1 万亿，预计未来三年红人广告市场规模占比将提升至 20%，则红人广告市场规模将达到 2000 亿，相较于 2019 年 490 亿的市场规模，有 4 倍以上的成长空间。

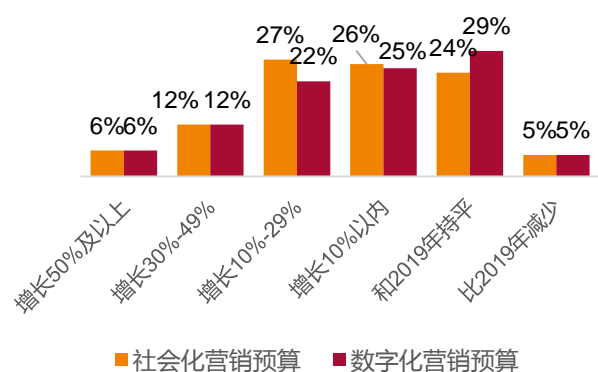
红人广告市场目前处于起步期，新媒体营销景气高企，怎样的公司是最大的市场参与者？我们从人和平台解构红人经济。

图 3：红人广告和传统电商转化率对比



资料来源：克劳锐，天风证券研究所

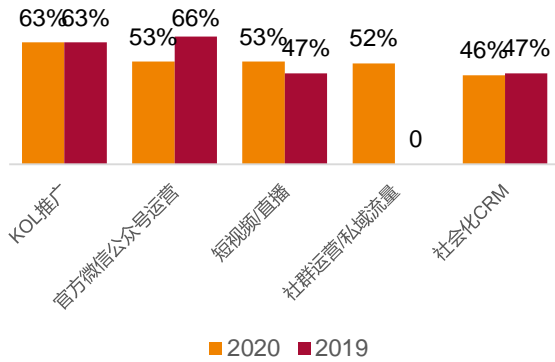
图 4：社会化营销预算 vs 数字化营销预算变化



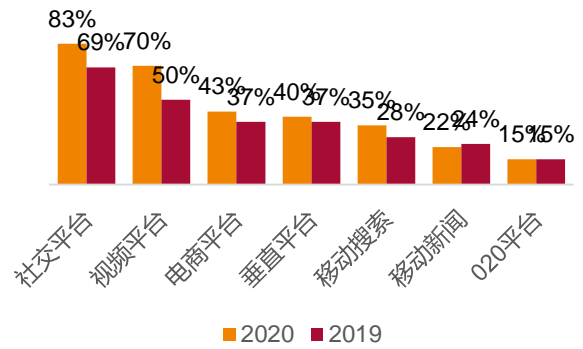
资料来源：秒针系统 × AdMaster × GDMS 《2020 中国数字营销趋势》，天风证券研究所

图 5：广告主社会化营销重点

图 6：广告主移动端投放重点



资料来源：秒针系统 × AdMaster × GDMS 《2020 中国数字营销趋势》，天风证券研究所



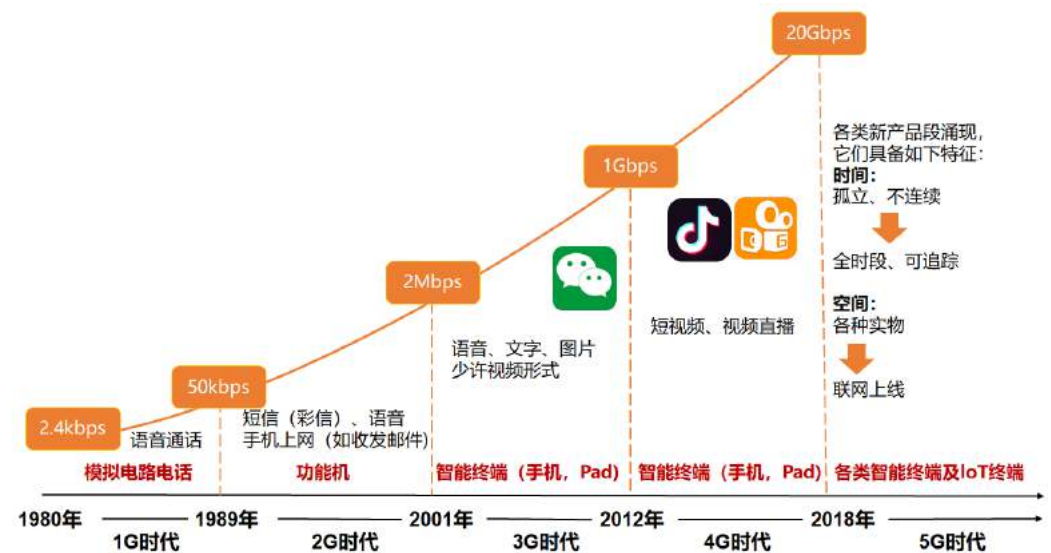
资料来源：秒针系统 × AdMaster × GDMS 《2020 中国数字营销趋势》，天风证券研究所

2. 解构 1-人：新消费重构放大“人的价值”，去中心化还是再中心化？

2.1. 新消费重构：人货场到人货场媒，关注文明时代人的价值被放大

互联网商业随硬件设施的更迭而持续升级迭代，目前进入关注文明时代。互联网商业从最早以搜狐、新浪网为代表的 PC 端门户网站的“点击文明”，到 PC 端后半场以百度、淘宝为代表的“搜索文明”，再到移动互联网阶段的“关注文明”，关注文明以微博、微信、抖音等社交平台为代表，表现形式包括图文、短视频、直播。

图 7：互联网技术持续升级迭代，推动社交营销行业快速发展



资料来源：天下秀 2019 年年报，天风证券研究所

解构红人经济的第一个维度是最底层的人，去中心化的背景下，人的价值无限放大，从人货场到人货场媒，人即货架。消费整体处于变革的时代，媒体作为非常重要的传播因素和生产要素被纳入到消费框架研究中，从“人货场”到“人货场媒”。人的价值无限放大，所引发的变化在于：

- ① **时间缩短：**韩都衣舍销售额从 2008 年的 20 万到 2018 年的 15 亿元，历时十年，薇娅

2019 年双十一直播带货 27 亿，由于人的价值被放大，销售额的突破和时间的突破也变成了倍数级增长；

②**渠道变化**：每一个商品都要透过 KOL 去竞争在粉丝面前出现的频次、方式和内容，货架更多的向人转移，人即货架；

③**诞生新商业体**：人的价值放大之后不仅诞生了网红，还诞生了很多新商业体，比如 MCN 机构、营销平台、知识付费平台和机构，如天下秀、得到、喜马拉雅、直播工会、网红电商机构、平台型社交营销机构，改变了传统商业模式。

2.2. 去中心化：头部主播带货能力有限，各大平台入驻明星抢占风口

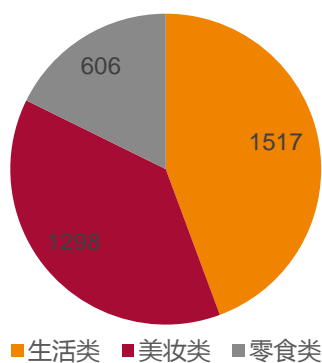
目前直播业态处于迅速成长的风口期，催生了薇娅、李佳琦等超级主播。常见的一场直播中，知名主播的提成比例大致在 20%~30% 之间，主播获得提成按照 1: 2: 7 的比例在直播平台、MCN 机构、主播之间分成后，直播销售额较高的情况下，主播能拿到的部分是相当可观的。以薇娅 2020 年和梦洁股份的三次直播合作为例，一场产品直播平均能带来 270.1 万的销售金额，公司平均每次支付佣金 71.08 万，我们计算得到主播个人收入达 49.76 万。

品牌公司普遍将头部 KOL 视作一个“超级导购”，头部 KOL 一旦被视作“超级导购”，就会掉进一种“再中心化”陷阱，目前新消费是去中心化还是再中心化？

头部主播带货能力有限，薇娅严选模式下 44% 的品牌会重复上直播。我们搜集了头部主播薇娅从 2019 年 7 月 1 日至 2020 年 5 月 30 日总共 179 场直播，折合全年约 200 场，已经接近单个人的极限。薇娅是严选模式，4329 条带货数据中不少品牌会重复上直播，1614 条数据为重复，去重共带货 1411 个品牌，其中出现 2 次及以上的品牌有 625 个。重复出现的品牌数超过 10 次的品牌有 42 个，其中生活类品牌有 13 个，食品类品牌有 8 个，美妆类品牌有 21 个，美妆类品牌重复出现次数最多。

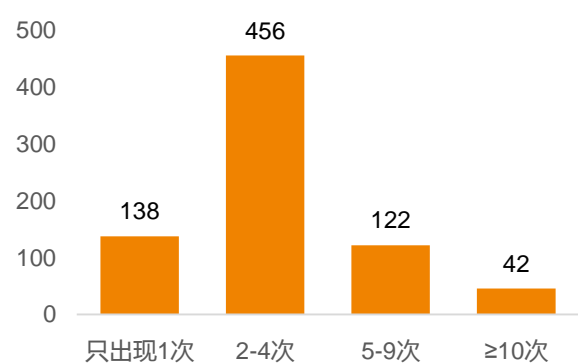
薇娅平均每场直播带货 24 个产品，主要包括生活类、美妆类和食品类。179 场直播中，生活类有 1517 条，美妆类有 1298 条，食品类有 606 条。

图 8：2019.7-2020.5 薇娅带货品类分布



资料来源：薇娅公众号，天风证券研究所

图 9：2017.7-2020.5 薇娅带货品牌频次分布

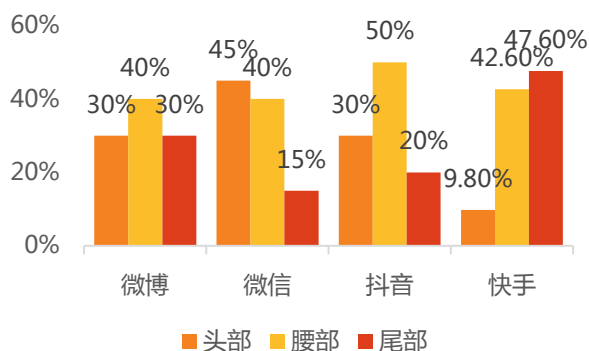


资料来源：薇娅公众号，天风证券研究所

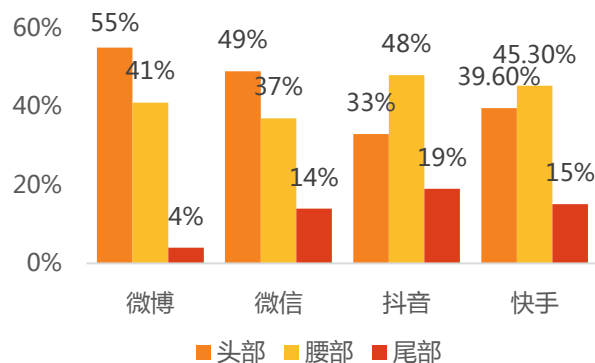
四大平台的腰部和尾部 KOL 数量占比超过头部 KOL，品牌方在抖音、快手平台腰部 KOL 投放金额超过头部 KOL。从 2019 年品牌投放不同量级 KOL 数量来看，腰部和尾部合计占比超过头部，尤其快手平台腰部和尾部 KOL 占比 91.2%。从品牌投放不同量级 KOL 金额来看，微博和微信头部分别占 55%、49%，而抖音、快手等短视频平台腰部 KOL 投放金额超过头部 KOL。

图 10：2019 年品牌投放不同量级 KOL 数量占比

图 11：2019 年品牌投放不同量级 KOL 金额占比



资料来源：克劳锐，天风证券研究所



资料来源：克劳锐，天风证券研究所

各大平台邀请明星入驻抢占风口，进一步稀释头部主播流量。各大平台纷纷邀请明星入驻带货，进一步抢占淘宝直播风口，进一步稀释头部主播流量。明星天然的具备流量、自带粉丝和营销属性，往往能为品牌和平台带来曝光点和关注度。618 期间，各大平台均以明星直播作为直播活动的宣传重点，同时通过邀请品牌方高管、举办大型直播晚会、和其他平台联动等形式，进行多元化的直播安排。其中，淘宝直播在天猫 618 期间吸引了超过 300 位明星、600 位总裁入局，此外有各大卫视、众多县长、法官等新的角色加入直播带货。京东直播在邀请超过 100 位明星及品牌方总裁的同时，同步推出音乐现场直播，以泛娱乐内容代替纯粹的直播带货，吸引了更多流量。

图 12：各大平台纷纷邀请明星入驻直播



资料来源：商智库、中国化妆品网、抖音短视频 APP、广告盘点、广告导报、新浪财经等，天风证券研究所

企业求变 CEO 下场直播带货，大 IP 实现引流+低价的高效组合。疫情使得线下门店客流量锐减，但线上内容平台、社交媒体平台的活跃度仍较高。疫情促使企业谋求思变转型，积极拥抱社媒新营销平台。美妆、服饰、数码、家电到餐饮、旅游等不同领域的 CEO 下场直播带货，其本身具备的大 IP 属性，加上对自家产品的研发故事、产品成分、团队理念更加熟悉，直播往往能实现引流+低价的高效组合，而原本具备卖点的产品也往往能借助直播达

到高复购率、高转换率。据新浪财经统计，疫情以来至少 40 位企业家出圈带货直播，其中，林清轩 CEO 借助直播将整体下滑 90% 的业绩转盈，截至 2 月 15 日达到去年同期 145%，董明珠和雷军在人气和销量上频频领先，分别带货 3.1 亿、3 亿；国美零售总裁王俊洲联手央视名嘴卖出 5.2 亿；为推介旅游大玩 cosplay 的携程梁建章已直播 9 场。

图 13：企业家带货成绩单一览（截至 2020/5/15）



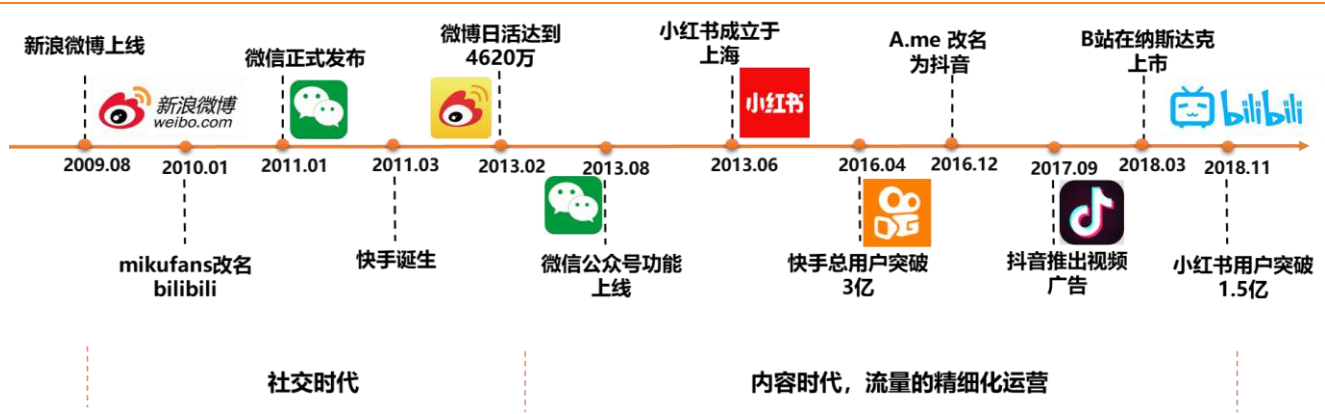
资料来源：新浪财经，天风证券研究所

3. 解构 2-平台：流量迭代成就平台风口更迭，各大平台抢占直播风口加码投入

3.1. 流量迭代成就平台风口更迭，双微平台仍占据品牌主广告投放绝对地位

每一次流量迭代成就了不同的风口和风口上的平台。2010 年之后，中国智能手机的普及使得越来越多的上网用户从 PC 端转移到手机，创造了新的流量入口。微博抓住了从搜索时代转向社交时代的机遇，席卷中国互联网。后起之秀的微信也迅速抓住了这次的风口，并且随着 2013 年公众号功能的上线，丰富的内容生产和自媒体创作带来了流量红利。2017 年之后，流量的精细化运营成为主导。相比于传统的文字和图片形式，视频的传播方式拥有更丰富的内容，更个性化的表达和更强的互动性，使得抖音、快手、小红书、B 站等渠道快速增长。

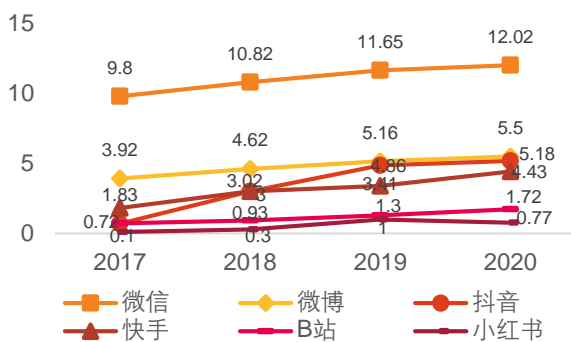
图 14：流量迭代和平台发展时间线



资料来源：公司公告，天风证券研究所

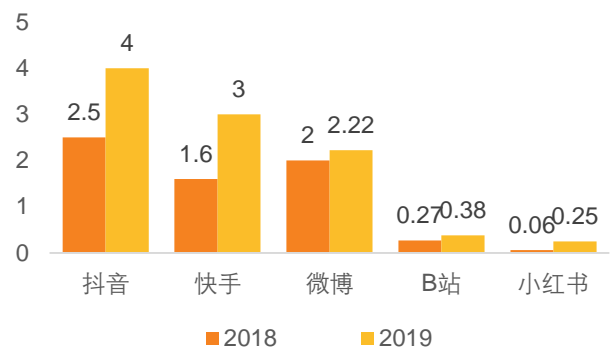
各平台 MAU 和 DAU 保持增长态势，抖音快手小红书 DAU 增幅大。从 2017 至 2020 年第一季度的 MAU 数据看出，微信 MAU 达到 10 亿量级并且一直领先于其他平台。对比 2018 年和 2019 年各平台 DAU，可以看到各平台均呈现增长趋势，其中抖音增幅达到 60%，快手增幅 87.5%，并且抖音和快手 DAU 数量领先于其他 3 个平台。小红书增幅超 3 倍，但 DAU 数量仍处于低位。

图 15：各平台 MAU 2017 年至 2020 年（亿）



资料来源：微博财报，抖音数据报告，快手内容报告，bilibili 财报，微信数据报告，QuestMobile，天风证券研究所

图 16：各平台 DAU 2018 年 vs 2019 年（亿）



资料来源：微博财报，抖音数据报告，快手内容报告，bilibili 财报，微信数据报告，QuestMobile，天风证券研究所

不同的运营模式使得六大平台呈现不同的特点，微博内容更加广场化，抖音、快手、B站、小红书更注重内容运营。微博聚焦实时热点，内容更加广场化，通过明星的影响力提高粉丝粘性。微信公众号的文章对时事或产品有更深度的解析，基于社交裂变容易引出内容爆款。抖音的内容偏向有趣和潮酷，平台以内容运营为中心。快手强调社交属性，内容多为猎奇、搞怪和趣味性。B站有独特的二次元文化，形成用户粘性强的文化圈层。小红书 KOL 属性明显，强调种草和分享。

图 17：六大平台特点对比

微博	微信	抖音	快手	B站	小红书
<ul style="list-style-type: none"> • 广场化，聚焦各种实时热点 • 明星入驻，粉丝和KOL的高互动性 • 更适合联动垂直领域的KOL，实现圈层影响 	<ul style="list-style-type: none"> • 深度化，微信公众号的文章具有更深度的解析 • 关系化，社交裂变的传播造成爆款文章的出现 	<ul style="list-style-type: none"> • 算法化，以内容为中心的强运营平台，关系粘性弱 • 内容调性为有趣、潮酷、年轻 	<ul style="list-style-type: none"> • 短视频社交属性，关系粘性强 • 内容调性为猎奇、搞怪、趣味 	<ul style="list-style-type: none"> • 二次元文化，形成文化圈层，用户粘性强 • 内容调性为动画、cos、鬼畜等主流二次元文化 	<ul style="list-style-type: none"> • 社区化，关系粘性强，意见领袖属性明显 • 种草突出，内容调性为分享、种草、搭配

资料来源：艾瑞咨询，克劳锐，天风证券研究所

微博、微信粉丝多元化，抖音、快手、B站、小红书粉丝更加聚焦。微博和微信的粉丝年龄结构多层次，不同年轻层粉丝关注内容多样，使得这两个平台呈现多元化。抖音粉丝偏向潮流时尚，快手粉丝更加大众化，B站粉丝主要是年轻的二次元爱好者，小红书粉丝主要是关注化妆和母婴的年轻女性。

图 18：六大平台粉丝画像对比

微博	微信	抖音	快手	B站	小红书
<ul style="list-style-type: none"> • 用户性别、年龄结构较均衡 • 明星、搞笑幽默、时尚、科幻、体育、电影，微博粉丝更多元 • 微博成为大量年轻用户与明星互动的根据地 	<ul style="list-style-type: none"> • 用户年龄结构多层次 • 文娱、电商、动漫、孕产育儿等，粉丝多元 	<ul style="list-style-type: none"> • 年轻女性用户占比高 • 美食、萌宠、情感、明星受女粉丝欢迎 • 游戏、萌宠类KOL粉丝最年轻 	<ul style="list-style-type: none"> • 粉丝性别占比较均衡 • 游戏、段子、情感类KOL男粉丝占比更高 • 舞蹈、情感类KOL粉丝最年轻 	<ul style="list-style-type: none"> • 用户性别占比较均衡，年轻用户占比大 • 核心用户为二次元爱好者和UGC创作者 	<ul style="list-style-type: none"> • 年轻女性用户为主 • 护肤、彩妆、母婴的话题最受欢迎

资料来源：克劳锐数据研究院，艾瑞指数，天风证券研究所

品牌投放行业分布中美妆类占比较大，垂类分布中情感和搞笑类占比较大。从品牌在各平台投放金额 TOP3 行业分布来看，美妆、电商和游戏行业占比较大，由于这些行业毛利率较高且粉丝转化率较高，品牌偏好于在这些行业投放广告。从 TOP3 垂类分布来看，搞笑剧情和美妆时尚占比较高，考虑到人们更容易被段子手和搞笑片段吸引，作为一种流量导入的方式，品牌偏好在这些垂类进行投放。

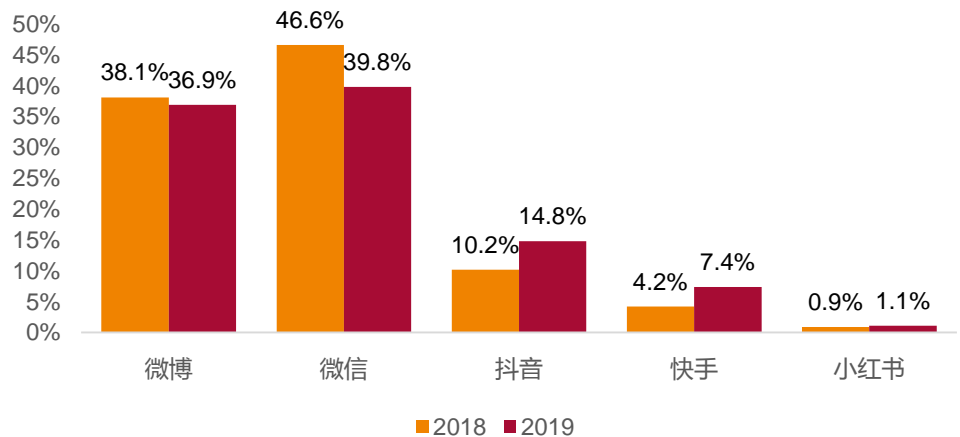
图 19：品牌投放金额 TOP3 行业和垂类分布



资料来源：克劳锐，天风证券研究所

双微平台仍占据品牌主广告投放金额绝对地位，抖音、快手迎来收割期。2019 年品牌主在双微平台（微博、微信）的投放金额比例呈现下滑趋势，但 2019 年品牌主在双微平台的总投放金额比例在 5 个平台中超过 70%，可见双微平台在新媒体行业的地位依然不可动摇。以抖音、快手为代表的短视频平台投放市场迎来“收割期”。

图 20：品牌主在各平台投放金额分配比例变化



资料来源：克劳锐，天风证券研究所

3.2. 社交平台流量分发基于关注关系，各大平台因阶段差异收费门槛不同

目前社交平台的流量分发主要基于关注关系，优先基于用户社交关注和兴趣来调控流量分发，推荐流量机制则是根据用户的标签属性把笔记推给可能感兴趣的目标用户：

抖音：抖音将视频分到一个初始流量池（该账号粉丝+可能感兴趣的用户，一般是随机 200 至 600 个），系统会根据数据（完播率、点赞率、评论率、转发率）给视频加权计算，如果视频超过推荐基数则进入待推荐列表推推到第二个流量池（3000 左右），再重复操作再推

荐，每一次推荐都会获得更大的流量，最终形成倒三角推荐机制。

快手：快手基于社交+兴趣进行内容推荐，平台以瀑布流式双栏展现为主，发布内容粉丝到达率约为 30%–40%。快手的弱运营管控直接“链接”内容创作者与粉丝，加深双方粘性，沉淀私域流量，诞生了信任度较高“老铁关系”。

微博：微博热度根据多种规则加权，如是否含多图、#话题、站内长微博等，若含有外链、同一时段榜单、相似内容则会进行热度降权

微信：微信内容的曝光基于社交推荐和存量粉丝，公众号里的内容在推出去的几天内通过社交裂变传播获得大量曝光，但是很快就被新的内容覆盖，流量呈现出典型的极速上升和悬崖式下跌的形态。

B 站：基于内容类聚和用户群分打造圈层，内容和内容之间的相似度常用创作者相关信息（认证、关注）或内容信息（频道、话题活动、关键词）来计算，而数据表现则一般用于排序展示在排行榜或热门中。用户和用户之间的相似度常用用户行为来计算，主要以基于物品的协同和基于用户的协同为底层框架。

小红书：推荐流量机制和类似，笔记生产出来后，平台会根据用户的标签属性把笔记推给有可能感兴趣的目标用户，再根据这些用户的行为反馈（点赞、收藏、评论、转发）决策是否把笔记推向更大的流量池，获得更多的曝光，优质内容在小红书上可以获得长期以及长尾流量。

从各大平台收费规则看，各大平台随生命周期不同，收费门槛有差异。微博、微信起步相对较早，已处于流量变现阶段，平台收费相对较高，而抖音、快手还处于快速抢占流量的阶段，服务费门槛相对较低，如抖音和快手仅收取实际成交额的 6%和 5%作为平台服务费。

表 1：六大平台收费规则

微博		
微博问答	平台分成比例 10%下调到 5%，苹果公司首先扣除 30%手续费，扣除手续费后个人所得	
导购平台(免佣金, 不收取任何服务费)	达人 45%、微博 45%、阿里妈妈 10% 机构 60%、微博 30%、阿里妈妈 10%	
抖音		
平台（场景）服务费	6%（实际成交额）	开户首充 10000 元，无服务费
抖音商品橱窗佣金	30%-70%	抖音后台/淘宝联盟结算
抖音直播分成	30%	个人主播 30%,加入抖音公会 可获 40%-70%
抖音小店平台佣金	10%	
快手		
快手小店	不含推广佣金的商品	含有推广佣金的商品
技术服务费	5%（实际成交额）	按推广者实际获得推广佣金的 50%收取
小红书		
	贸易商家	跨境贸易
保证金	2 万	3500 美元（按今日汇率换算人民币 24763
技术服务费（佣金）	18%-20%	
B 站		
	安卓端	IOS 端（苹果官方抽成）
UP 主直播	50%（个人分成 50%）	50%（个人分成 50%，稍低一些）
微信		
公众号原创文章	按原创文章单日广告收入流水的 70%比例分成	
小程序	创意小游戏	普通小程序/小游戏
	单日广告收入流水 200 万以内的部分,开发者获 70%	开发者按单日广告收入的 50%比例分成

超过流水 200 万的部分，开发者获 50%，不设上限

资料来源：亿邦动力、B 站官网、微博内容导购平台、玩转视频营销、开淘等，天风证券研究所

3.3. 直播创造新场景成为新常态，各大平台抢占直播风口加码投入

短视频时代直播增长迅猛，淘宝直播连续三年成交增速均超过 150%，是当下增长最迅猛的新经济业态，打开了新经济的大门。直播为品牌方和消费者创造了新消费场景，成为当下增长最迅猛的新经济业态，以淘宝直播为例，淘榜单数据显示淘宝直播连续三年成交增速均超过 150%，2019 年淘宝直播 GMV 突 2000 亿元，2019 年中国在线直播用户规模为 5.01 亿人，预计 2020 年将达到 5.24 亿人。在这一高活跃度的流量池吸引下，传统电商及新兴社交平台也纷纷布局直播，目前淘宝、天猫、抖音、快手等平台已实现了相对可观的直播受众占比。

图 21：2019 年各主要直播电商购物平台占有率情况

直播平台	使用用户	忠实用户
传统电商直播	淘宝直播	68.5%
	天猫直播	32.4%
	京东直播	23.8%
	拼多多直播	20.9%
	蘑菇街直播	8.5%
	小红书直播	19.5%
	唯品会直播	12.0%
社交直播电商	抖音直播	57.8%
	快手直播	41.0%
	虎牙直播	9.8%
	斗鱼直播	12.1%
	花椒直播	4.1%
总计	100.0%	100.0%

资料来源：中消协、天风证券研究所

直播完成了“关注”时代下货架功能的转变，创造新场景为全时全域营销和品效合一提供可能，成为快消全品类的电商常态化运营。消费者的购物货架从页面陈列变成了 KOL 个人，完成了“关注”时代下货架功能的转变。流量增长背后，赛马机制持续激化，刺激 PCG 内容创作，完成了主播——产品——用户之间的闭环，人与物的链接变成人与人的链接，使得全时全域营销和品效合一成为可能。直播为品牌方带来的效果主要体现在两方面，一是声量上，获得更多、更精准的消费数据，提高产品曝光度，二是直接表现在销量上，库存的清理和新品推广，Questmobile 数据显示，2020 年手淘直播用户的支付率 55.6% 高于非直播用户 49.7% 的支付率，在这样的背景下，品牌方也竞相通过店铺直播、KOL 合作、平台用户自种草等方式将直播运营常态化。

各大平台抢占直播风口，不同生态模式下各大平台直播各有特色。直播带货是对平台原有业态的拓展和延伸，是基于自有流量与品牌资源在带货方式或营销内容上的革新，因而在直播用户画像、购物场景及品类、资源禀赋上带有平台特色，淘宝、快手、抖音等较为成熟的直播带货平台均已摸索出具有平台特色的直播电商之路：

- **淘宝直播：**淘宝直播根植于淘宝电商生态，在购物场景方面占据显著优势，商品购买转化率、成交额领先，购物体验是优质选品基础上的全网最低价。
- **抖音&快手：**快手与抖音在流量、内容上具备优势，但在自有电商平台的搭建上经验

不足，均对接了淘宝、天猫、京东等第三方平台。具体来看，**快手**主播粉丝粘性高，直播定位养成系主播+老铁福利带货，带货效应强，私域流量使得大量中长尾带货达人拥有较多的变现机会；**抖音**可类比为时尚群聚地，购买力较强，以“内容”带货。

- **小红书**：相对以上较成熟的平台，小红书起步较晚，在品类、物流和转化等方面尚待进一步发展。但其本身作为好物种草习惯的产品推荐平台，社区氛围浓厚，社交优势显著，对品牌植入营销的包容度最高。

表 2：各大平台直播带货对比及直播投入计划

	淘宝直播	快手	抖音	小红书
直播时间	2016 年	2018 年	2018 年	2019 年
用户画像	主要是 25-35 岁女性	男性用户偏多 低线城市人群占比高	女性居多 一二线城市用户居多	主要是 18-30 岁女性
商品来源	淘宝、天猫	快手小店 三方平台淘系有赞拼多多	鲁班电商 三方平台淘系京东拼多多	小红书商城 直播不得向第三方导流
主要品类	服装美妆、食品日常用品	餐饮、美妆、居家日用	穿搭时尚、3C 数码、日用	美妆个护、穿搭、家居
头部 KOL	薇娅、李佳琦	辛巴、散打哥	李佳琦、李子柒	大猫妈妈、李佳琦
平台特点	电商属性极强	偏社交运营，以“人”带货	偏内容运营，“内容”带货	高专业度、高情感属性
资源禀赋	电商运营经验、商家资源	流量、内容	流量、内容	种草基地（体验式带货）
2020 年 直播投入	淘宝直播年度策略	快手“光合计划”	抖音直播标准化门槛化	小红书 MCN 共创计划
	发放 500 亿元大红包，为生态伙伴投入百亿资源，创造百亿收入；1 年内帮助 10 万名淘宝主播月入过万；培育 100 家营收过亿的 MCN 机构；全国打造 100 个云市场	创作者激励计划 MCN 快成长计划 自建内容做电商闭环 100 亿元流量扶持 10 万创作者；打造 20 个垂类，新增 3000 个百万粉账号；超过 2000 家机构合作	推出“宅家云逛街”计划 上线商品分享作者等级规则 开通小店入驻绿色通道 官方线上公开课专属培训 10 亿直播流量扶持，引入 1000 家直播公会、巨量星图布局直播业务	快成长计划、破圈会计划 IP 共创计划、明日之星计划 创作者 123 计划打造包括互动直播平台在内的三款平台 联动 10 个千万流量大 IP，计划拿出 10 亿专项流量，共创 10 个超级大号，实现破圈。

资料来源：QuestMobile、淘榜单、亿邦动力、媒介三六零、聚美丽、前瞻产业研究院、天风证券研究所

后疫情时代继续加大直播投入，各大平台继续抢占流量红利。Questmobile 数据显示，疫情以来至 2 月 23 日，我国网民的互联网使用时长比年初增加 21.5%，周活跃用户规模稳定在 10.5 亿左右，直播带货已经成为全民参与的主流卖货方式。链接用户和品牌的互联网平台也纷纷加码直播，除了淘宝、抖音、快手、小红书外，2020 年京东将投入亿级资源扶持 100 个标杆商家、10 个亿级资源扶持，力求实现全品类、全类目超过 60% 的商家直播渗透率，以头部带动腰尾部。2020 年 1 月拼多多的“多多直播”正式上线，围绕直播重点打造“直播、拼小圈、快团团”三大战略产品。各大平台都在大力扶植自身平台的直播带货业务，抢占直播电商的流量红利。

4. 投资建议

红人广告市场处于起步期，高转化率吸引广告主预算倾斜，预计红人广告市场有 4 倍以上的成长空间。新消费重构放大“人的价值”，流量迭代成就平台风口更迭，目前社交平台的

流量分发主要基于关注关系，人和平台趋于去中心化。从产业链来看，去中心化的背景下，品牌方更加重视线上整合，具备帮助品牌进行资源整合力的新媒体营销龙头有望受益，重点推荐社交商业时代新基建标杆【天下秀】、线上全链路价值服务提供商【壹网壹创】。

天下秀：社交商业时代新基建标杆，尽享媒体投放效能变迁产业红利

传播媒介革命推动消费商业逻辑从过去的品牌中心化深度分销升级到消费者去中心化精准零售。流量中心化发展到后期导致品牌传播成本高企，且用户流量池持续分散导致中心化媒介投放能效持续降低，基于智能机和关注关系的“人”成为信息传播的去中心化节点，通过内容透过数百万级红人及其粉丝群体构建的私域流量形成的全域矩阵式社会化传播能有效降低品牌传播成本，提高投放能效且实现品效合一。传播媒介革命推动消费商业逻辑从过去的品牌中心化深度分销升级到消费者去中心化精准零售，红人、内容、社交流量运营及供应链的价值大幅提升。

天下秀是社交商业时代新基建标杆，链接自媒体、全社交平台、品牌方、终端内容用户等全链社交商业资源。目前天下秀链接 100 万红人和 450 余家品牌企业广告主、8 万家中小商家，构建新媒体投放领域“滴滴打车”。伴随 5G 时代和科技发展，天下秀中作为国领先新经济大数据商业平台价值含量将进一步提升。

天下秀已构建完整的红人经济生态圈，第二、第三成长曲线持续打开市值空间。天下秀红人生态圈包括红人广告大数据云投放平台 WEIQ；为品牌企业提供综合解决方案 SMART；红人价值排行及版权管理机构克劳锐；红人加速孵化器。未来将发展 B2B2C 业务矩阵，包括西五街美妆测评社区（为美妆企业提供红人测评）、红人电商数据赋能工具（通过 IMS 平台沉淀的大数据为电商企业提供流量、销售等解决方案）以及新内容实验室（依托 5G 技术研发新型内容形式）等产品及服务，持续打开市值空间。

天下秀是资本市场参与去中心化网红产业趋势的重要标的，综合预计 20-22 年公司实现归母净利润分别为 4.05/6.33/9.77 亿元，维持买入评级。

图 22：天下秀构建的红人经济生态圈



资料来源：天下秀官网，天风证券研究所

壹网壹创：扩品类&平台落地延续高增，并购整合快速扩张赋能长期成长

公司为品牌方提供线上全链路价值提供服务，覆盖品牌 OLAY、雅顿等成熟品牌旗舰店销量仍保持 100%以上增长；佰草集、毛戈平等入驻一年以上品牌已过爬坡期，业绩开始持续增长。公司签约品牌大多为护肤，护肤在可选消费中相对刚性，且疫情下消费者购买习惯向线上迁移。

自上市以来，公司扩品牌、扩品类、扩平台进展顺利：1）扩品牌—疫情之下更多品牌方注重线上投放效率，网创的定制化整合营销能力已获验证，可以为标品提升附加值，帮助品

牌差异化突围。疫情教育更多品牌方重视线上投放与运营，网创接单数量与质量将持续提升；2) 扩品类—公司签约潮玩品牌泡泡玛特，是继美妆个护品牌后在新品类中的新尝试。3 月公告拟收购某公司 51% 股权以拓展延伸产业链，我们判断收购或为其他品类 TP 运营公司，可快速形成对其他平台其他赛道的快速扩张。

并购上佰落地横扩家电新赛道，TP 产业联盟尽享新经济时代红利。网创支付 3.6 亿现金收购浙江上佰 51% 股权，上佰将作为控股子公司纳入合并报表范围。上佰是家电家居垂直行业天猫六星级 TP 服务商，是阿里淘拍档金牌运营商、天猫电器城智囊团成员，合作品牌囊括美的、小天鹅、松下、联想、暴风等数十家家电家居超级品牌，深度运营家电家居两大类目，成立于 2011 年，拥有团队成员 600 人，2019 年 GMV 突破 116 亿元，营业收入 1.79 亿元、净利润 0.39 亿元，净利率 22.01%，远高于行业水平。

此次收购可从三方面解读：

- 1) 对网创：目前网创主要品牌集中于美妆赛道，整合上佰将使得网创从强势化妆品赛道横向切入家电赛道，打开全新市场空间，快速形成对其他平台其他赛道的快速扩张，借助资本力量提升管理半径和效率。
- 2) 对上佰：网创的核心竞争力在于深入产品端的培育和设计能力+定制化整合营销能力+数据能力，本次收购可对上佰进行赋能。
- 3) 对行业：网创和上佰同为天猫六星级 TP 服务商，强强合作可形成产业联盟的共赢，大幅降低仓储采购、客服、技术研发等成本，并形成用户画像、数据、前端经验的共享，产业联盟的形成对服务商行业有极大促进作用。

网创后续拓品类、拓平台、管理组织变化等各种积极因素落地都可能进一步打开公司的估值天花板，维持公司 20-21 年 3.4/5.4 亿业绩预期，维持买入评级。

风险提示：

- ① 直播平台监管政策的改变，对红人广告市场的风险。
- ② 天下秀红人广告业务需求、收入增速不及预期。
- ③ 壹网壹创并购绩效、业务扩展、收入等不及预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com